

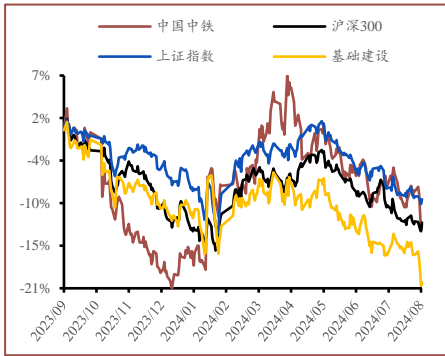
新兴业务占比提升，盈利及现金流均承压

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

基本数据	2024-08-30
收盘价(元)	5.76
流通股本(亿股)	246.27
每股净资产(元)	11.75
总股本(亿股)	247.51

最近 12 月市场表现



分析师 毕春晖

SAC 证书编号: S0160522070001
bich@ctsec.com

相关报告

- 《新兴及境外业务快速发展，现金流有所承压》 2024-06-04
- 《毛利率同比改善，Q4 营收和新签提速》 2024-04-08
- 《Q3 毛利率同比改善，订单及经营现金流承压》 2023-11-01

核心观点

- ❖ **事件:** 2024H1 营收 5432.85 亿元同降 7.8%; 归母净利润 142.78 亿元同降 12.1%; 2024Q2 营收 2782.74 亿元同降 12.4%; 归母净利润 68 亿元同降 18.7%。
- ❖ **基建业务规模下降毛利率微增，地产开发业务仍在调整期。** 2023H1 基础设施建设、设计咨询、装备制造、房地产开发以及其他业务分别实现收入 4730.5/89.6/120.2/144.8/360.1 亿元，同降 6.8%/4.1%/9.7%/30.8%/9.7%，其中，基建业务中铁路、公路以及市政业务分别实现营收 1333.3/798.8/2598.4 亿元，同降 2.26%/9.82%/7.97%。其他业务中资源利用业务实现营收 40.5 亿元同增 7.2%；基础设施建设、设计咨询、装备制造、房地产开发以及其他业务分别实现毛利率 7.9%/26.2%/18.3%/12.6%/14.7%，同比变动 0.2pct/-1.6pct/-1.5pct/-2.4pct/-0.14pct，其中，基建业务毛利率增长系公司大商务管理和工程项目管理效益提升行动深入推进，装备制造业务毛利率下降主要因市场竞争加剧，房开业务毛利率下降主要受地产市场不景气影响。
- ❖ **盈利能力略有承压，经营现金流继续大幅净流出。** 公司 2024H1 销售毛利率为 8.84%同降 0.01pct；期间费用率 4.81%同增 0.15pct，其中公司销售/管理及研发/财务费用率分别为 0.53%/3.91%/0.35%，同比变动 0.02pct/0.08pct/0.05pct，财务费用增加主要系公司对外借款增加；资产及信用减值损失率 0.37%同增 0.01pct；归属净利率 2.63%同降 0.13pct；2024H1 公司部分工程项目业主资金支付延缓，且公司及时支付供应商款项，经营性活动现金流净流出 693.32 亿元，较上年同期多流出 393.65 亿元；收现比 88.12%同降 13.55pct；付现比 98.02%同降 6.59pct；截至 2024H1 公司应收账款及票据、存货+合同资产、应付账款及票据、预收账款+合同负债规模分别为 2367.7/5482.9/6642.9/1410.8 亿元，较年初变动 49.17%/20.89%/12.83%/3.07%。
- ❖ **投资建议:** 我们预计公司 2024-2026 年实现营收 1.15/1.13/1.17 万亿元，归母净利润 266.6/263.5/274.9 亿元，PE 分别为 5.7/5.8/5.6 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 订单执行缓慢、政策推进不及预期、新业务推进不及预期等。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1151501	1260841	1152155	1127022	1173567
收入增长率(%)	7.57	9.50	-8.62	-2.18	4.13
归母净利润(百万元)	31273	33483	26657	26350	27485
净利润增长率(%)	13.24	7.07	-20.39	-1.15	4.31
EPS(元/股)	1.20	1.29	1.00	0.99	1.04
PE	4.64	4.39	5.73	5.81	5.55
ROE(%)	10.38	10.07	7.59	7.07	6.95
PB	0.54	0.50	0.47	0.44	0.41

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 30 日收盘价计算)

中国中铁 2024H1 半年报点评

- ❖ **事件：**公司公告 2024H1 实现营收 5432.85 亿元同降 7.84%；归母净利润 142.78 亿元同降 12.08%；实现扣非归母净利润 130.95 亿元同降 14.02%。其中，2024Q2 单季营业收入为 2782.74 亿元同降 12.35%；归母净利润 67.97 亿元同降 18.71%；扣非后归母净利润 59.27 亿元同降 24.19%。
- ❖ **基建业务规模下降毛利率微增，地产开发业务仍在调整期。**2023H1 基础设施建设、设计咨询、装备制造、房地产开发以及其他业务分别实现收入 4730.5/89.6/120.2/144.8/360.1 亿元，同降 6.8%/4.1%/9.7%/30.8%/9.7%，其中，基建业务中铁路、公路以及市政业务分别实现营收 1333.3/798.8/2598.4 亿元，同降 2.26%/9.82%/7.97%。其他业务中资源利用业务实现营收 40.5 亿元同增 7.2%；基础设施建设、设计咨询、装备制造、房地产开发以及其他业务分别实现毛利率 7.9%/26.2%/18.3%/12.6%/14.7%，同比变动 0.2pct/-1.6pct/-1.5pct/-2.4pct/-0.14pct，其中，基建业务毛利率增长系公司大商务管理和工程项目管理效益提升行动深入推进，装备制造业务毛利率下降主要因市场竞争加剧，房开业务毛利率下降主要受地产市场不景气影响。其他业务中，资源利用业务实现毛利率 53.4%同降 5.22pct 或系上半年小金属价格维持低位。分区域看，2023H1 境内、境外分别实现营收 5104.0/341.2 亿元，同比-8.6%/6.1%；毛利率 9.1%/7.3%，同比-0.2/2.4pct。
- ❖ **传统基建及地产新签下滑，新兴业务订单较快增长。**2024H1 公司实现新签合同额 10785 亿元同降 15.3%，其中公司工程建设、设计咨询、装备制造、房地产开发、资产经营、资源利用、金融物贸、新兴业务分别实现新签 7802.2/144.2/294.5/132.5/245.1/138.3/364.9/1663.3 亿元，分别同比变动-16.0%/-7.1%/-17.8%/-63.3%/-68.6%/17.4%/-11.9%/32.1%。受城镇化进程放缓、地方化债压力大等因素影响，工程建设业务新签规模缩水，其中铁路、公路、市政、城轨、房建、其他业务分别实现新签 1344.9/580.6/709.4/269.8/4408.5/489.0 亿元，分别同比 5%/-10.5%/-30.5%/-62.3%/-18%/94.4%；上半年公司“第二曲线”新兴业务订单实现大度增长，持续改善公司产业结构和经营布局，其中水利水电、清洁能源、生态环保、机场航道、其他业务分别实现新签 1663.3/437.3/324.5/260.8/57.7/583 亿元，同比 32.1%/57.8%/47.6%/-24.3%/-53.9%/144.6%。公司持续优化项目投资布局，促进地产业务平稳健康发展和转型升级。2024H1 公司地产板块业务实现销售金额 132.5 亿元同降 63.3%，销售面积 95 万平方米同降 59%，新开工 49.2 万平方米同降 69.8%，竣工 184.4 万平方米同降 16.3%，新增土储 16.1 万平米同降 39.5%，待开发土储 1194.8 万平方米。分区域看，境内、境外分别新签 9961.2/823.8 亿元，同降 16.2%/2.3%。
- ❖ **盈利能力略有承压，经营现金流继续大幅净流出。**公司 2024H1 销售毛利率为 8.84%同降 0.01pct；期间费用率 4.81%同增 0.15pct，其中公司销售/管理及研发/财务费用率分别为 0.53%/3.91%/0.35%，同比变动 0.02pct/0.08pct/0.05pct，财务费用增加主要系公司对外借款增加，推升利息支出；资产及信用减值损失率

0.37%同增 0.01pct；归属净利率 2.63%同降 0.13pct；2024H1 公司部分工程项目业主资金支付延缓，且公司及时支付供应商款项，经营性活动现金流净流出 693.32 亿元，较上年同期多流出 393.65 亿元；收现比 88.12%同降 13.55pct；付现比 98.02%同降 6.59pct；截至 2024H1 公司应收账款及票据、存货+合同资产、应付账款及票据、预收账款+合同负债规模分别为 2367.7/5482.9/6642.9/1410.8 亿元，较年初变动 49.17%/20.89%/12.83%/3.07%。

- ❖ **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 1.15/1.13/1.17 万亿元，归母净利润 266.6/263.5/274.9 亿元，当前收盘价对应 PE 分别为 5.7/5.8/5.6 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**订单执行缓慢、政策推进不及预期、新业务推进不及预期等。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1151501.11	1260841.08	1152154.65	1127021.93	1173567.36	成长性					
减:营业成本	1038791.86	1135244.80	1039347.48	1015783.85	1058303.11	营业收入增长率	7.6%	9.5%	-8.6%	-2.2%	4.1%
营业税费	6578.95	6191.83	5760.77	5635.11	5867.84	营业利润增长率	11.0%	7.5%	-20.9%	-1.1%	4.3%
销售费用	6327.88	6849.91	5991.20	5860.51	6102.55	净利润增长率	13.2%	7.1%	-20.4%	-1.2%	4.3%
管理费用	25060.58	27399.35	25347.40	24794.48	25818.48	EBITDA 增长率	6.4%	13.6%	-22.3%	2.7%	5.4%
研发费用	27742.24	30000.04	26499.56	25921.50	26992.05	EBIT 增长率	6.7%	12.6%	-19.7%	2.1%	4.7%
财务费用	3183.47	4871.16	5395.02	6698.57	7165.38	NOPLAT 增长率	8.1%	12.0%	-19.4%	2.1%	4.7%
资产减值损失	-3454.62	-2059.75	-2300.00	-2200.00	-2200.00	投资资本增长率	24.4%	8.3%	1.9%	3.5%	2.1%
加:公允价值变动收益	-563.25	-245.65	-500.00	-500.00	-500.00	净资产增长率	18.0%	8.7%	4.8%	5.1%	5.1%
投资和汇兑收益	1163.60	-71.23	115.22	112.70	117.36	利润率					
营业利润	43048.73	46282.05	36626.24	36205.73	37760.95	毛利率	9.8%	10.0%	9.8%	9.9%	9.8%
加:营业外净收支	-465.23	-212.15	-100.00	-100.00	-100.00	营业利润率	3.7%	3.7%	3.2%	3.2%	3.2%
利润总额	42583.50	46069.90	36526.24	36105.73	37660.95	净利率	3.0%	3.0%	2.6%	2.6%	2.6%
减:所得税	7616.62	8433.45	6574.72	6499.03	6778.97	EBITDA/营业收入	5.0%	5.2%	4.4%	4.7%	4.7%
净利润	31272.89	33482.78	26656.85	26349.97	27484.96	EBIT/营业收入	4.0%	4.1%	3.6%	3.8%	3.8%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	238584.10	234512.77	148131.96	126105.69	112371.05	固定资产周转天数	21	20	23	24	23
交易性金融资产	10176.83	8880.13	8380.13	7880.13	7380.13	流动营业资本周转天数	-40	-45	-47	-38	-32
应收账款	122237.79	156851.82	144420.19	142400.21	154015.29	流动资产周转天数	266	272	295	278	265
应收票据	2331.33	1877.13	2240.30	2191.43	2281.94	应收账款周转天数	38	40	47	46	45
预付账款	48327.41	45584.66	44691.94	43678.71	45507.03	存货周转天数	71	68	73	69	65
存货	207871.02	219360.68	200095.34	190691.90	190961.97	总资产周转天数	465	491	562	565	550
其他流动资产	51657.92	56938.24	61938.24	65938.24	68938.24	投资资本周转天数	229	242	278	292	288
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	10.4%	10.1%	7.6%	7.1%	7.0%
长期股权投资	109881.21	123775.09	135775.09	149775.09	159775.09	ROA	1.9%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%
投资性房地产	15223.98	17081.90	17681.90	18061.90	18111.90	ROIC	4.7%	4.8%	3.8%	3.8%	3.9%
固定资产	66805.63	71485.52	73516.32	74814.63	75850.43	费用率					
在建工程	50705.21	63356.16	64356.16	65356.16	66356.16	销售费用率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
无形资产	170075.12	198386.14	215886.14	227886.14	234386.14	管理费用率	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
其他非流动资产	217101.52	253215.70	276935.68	276935.68	276935.68	财务费用率	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%
资产总额	1613282.32	1829439.19	1766366.29	1773512.87	1812388.25	三费/营业收入	3.0%	3.1%	3.2%	3.3%	3.3%
短期债务	71210.45	67378.12	49378.12	53297.12	45297.12	偿债能力					
应付账款	386031.48	522563.43	479254.67	462745.98	470356.94	资产负债率	73.8%	74.9%	72.7%	71.4%	70.6%
应付票据	94398.48	66173.66	60628.60	57843.25	60264.48	负债权益比	281.4%	297.8%	266.4%	250.0%	240.3%
其他流动负债	37060.93	50832.94	50832.94	50832.94	50832.94	流动比率	1.03	1.00	0.97	0.96	0.96
长期借款	240377.89	279718.81	288970.10	288970.10	288970.10	速动比率	0.47	0.44	0.37	0.35	0.35
其他非流动负债	59.40	12.84	30.99	30.99	30.99	利息保障倍数	4.95	4.47	3.09	3.13	3.27
负债总额	1190264.41	1369537.20	1284290.84	1266828.34	1279819.38	分红指标					
少数股东权益	121812.86	127368.48	130663.15	133919.89	137316.91	DPS(元)	0.20	0.21	0.21	0.21	0.21
股本	24752.20	24752.20	24750.63	24750.63	24750.63	分红比率	0.16	0.16	0.19	0.20	0.19
留存收益	175355.00	202502.88	226363.36	247715.70	270203.03	股息收益率	3.6%	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%
股东权益	423017.92	459901.99	482075.45	506684.52	532568.87	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	1.20	1.29	1.00	0.99	1.04
净利润	31272.89	33482.78	26656.85	26349.97	27484.96	BVPS(元)	10.33	11.43	12.19	13.05	13.96
加:折旧和摊销	11497.58	13554.09	9169.20	9651.70	10444.20	PE(X)	4.6	4.4	5.7	5.8	5.5
资产减值准备	6128.17	8171.95	8300.00	7200.00	6700.00	PB(X)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
公允价值变动损失	563.25	245.65	500.00	500.00	500.00	P/FCF					
财务费用	3232.22	4784.22	13585.27	13661.21	13687.49	P/S	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
投资收益	-1163.60	71.23	-115.22	-112.70	-117.36	EV/EBITDA	5.0	5.0	8.0	8.4	8.1
少数股东损益	3693.99	4153.67	3294.67	3256.74	3397.02	CAGR(%)					
营运资金的变动	-10443.94	-25053.45	-52846.01	-28456.03	-15063.19	PEG	0.4	0.6	—	—	1.3
经营活动产生现金流量	43551.95	38363.50	8142.98	31812.76	46781.05	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-84388.39	-74640.59	-66385.89	-41949.19	-35180.57	REP					
融资活动产生现金流量	96364.92	27131.17	-30239.17	-11889.84	-25335.13						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 30 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。